

中国影子银行与金融改革：以银证合作为例^{*}

高海红 高蓓

中国影子银行业的兴起是长期金融压抑的结果。其发展既为金融市场化改革带来了倒逼动力，也对金融体系的稳定性带来潜在的系统性风险。作为影子银行业的重要组成部分，银证合作源于监管套利动机，是银行和证券公司应对市场竞争的结果。通过定向资产管理，银行突破了信贷限制，实现对实体经济的贷款；同时也因其表外业务特征，造成信用风险和流动性风险。银证合作是未来资产证券化进程中的一种过渡形式，监管机构应从短期和长期两方面着手，在风险调控的同时，对银证合作业务进行合理规范和引导，并将其纳入金融改革的整体规划。

关键词：银证合作 影子银行 金融体系改革

改革开放30多年来，中国由计划经济逐渐向市场经济过渡，但对金融体系放松管制的进程却十分缓慢。广泛存在的金融压抑成为中国金融体系的重要特征。政府通过实行利率管制和信贷控制，人为压低企业融资成本。而在国有大银行拥有绝对控制权的金融结构之下，银行信贷主要流向国有企业。与此同时，扣除通货膨胀后的实际利率长期处于负的水平，这就形成了以居民储蓄补贴国有企业的行政性资源配置的局面，并造成严重的扭曲，最终阻碍长期的经济发展。正是在这样的背景下，在规避管制和追求利润的双重驱动之下，中国式影子银行业应运而生。

高海红系中国社会科学院世界经济与政治所研究员；高蓓系中国社会科学院世界经济与政治所博士后。

^{*} 本文是中国社会科学院重大调研课题“中国影子银行体系研究”的组成部分。

影子银行业的出现倒逼利率市场化的改革，但同时也增加了改革的难度。由于影子银行业的表外特点和无法回避的信贷、流动性风险，再加上大量的影子银行贷款流向快速扩张的地方政府融资平台，都使得中国金融的系统风险加大。银证合作作为一项银行与证券机构合作的通道业务，是中国影子银行业的重要组成部分。这一通道业务，有中国影子银行的一般特征，也是资产证券化的一种过渡形式。分析和研究银证合作的现状、特点，揭示其未来发展方向，对于化解中国影子银行体系的风险，顺利推进金融体系改革具有重要的意义。

银证合作通道类业务的定义、特点及发展现状

银证合作属于定向资产管理通道业务。它出现的重要契机是2010年银监会发布了《中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》。该通知对银信合作中的重要形式——银信理财合作业务——进行了严格规范。在此背景下，作为银信理财业务的一个重要替代，券商介入银行理财业务，银证合作通道出现跨越式发展。

（一）定义

银证合作通道类业务，即证券公司为以商业银行为主的机构客户提供的投资通道服务，主要以定向资产管理计划作为载体，根据委托人的投资指令开展投资操作，收取基本管理费。其中，券商定向资产管理业务是银证合作的主要形式。

一般来说，券商定向资管业务与基金公司的专户理财性质类似，是证券公司按照客户的委托意愿进行投资，通过专业的资产管理服务为客户的委托资产进行保值增值。委托客户可以是自然人、法人或依法成立的其他组织。委托资产可以是现金、债券、资产支持证券、证券投资基金、股票、金融衍生品或证监会允许的其他资产。

与其他理财方式相比，定向资产管理的特点主要表现为理财方案具有针对性，且投资方式灵活、投资领域多样。定向资产管理业务可以参与融资融券交易，也可以将其持有的证券作为融资标的证券出借给证券金融公司。

定向资产管理业务是证券公司传统业务之一。但本文所研究的定向资管业务与传统业务有所区别，创新型的定向资产管理业务主要为银行通道业务，其结合银行、券商、信托、保险等金融机构的优势，通过金融创新，有效帮助银行规避了监管，同时也实现金融服务与实体经济的结合。

（二）现状

与银信合作等其他影子银行业务相比，银证合作起步较晚，但发展迅速。

2010年银监会叫停银信合作通道业务后，券商进入通道业务链条，银证合作成为替代银信理财业务的重要渠道。在此后的两年间，银证合作发展迅速。从券商资产管理主要业务来看，与自营、集合理财相比，定向资管的通道业务发展迅速。图1显示券商资管业务组成月度规模变化情况。从图中可以看出，从2010年12月以来，券商自营的资管业务月度增长相对稳定；集合理财业务的变化也相对温和；相比之下，定向资产管理的通道业务却发展迅速。2010年12月，券商定向资管业务规模为406.25亿元，到2013年1月，其规模达到1139.66亿元的峰值。随后稍有下降，到2013年8月为922.85亿元。从月度统计看，2010年12月券商定向资产管理占总持股市值比重为22.1%，到2013年8月，这一比例上升到39.8%。银证合作业务暴增推动券商资管业务整体增加。2011年底，银证合作通道业务总规模为0.2万亿元，到2012年底增加至1.89万亿元。实际上从2012年以来，银证合作已经成为影子银行的主要业务形式。

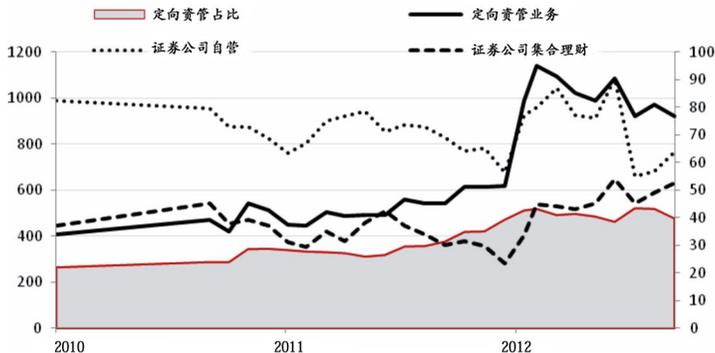


图1 券商主要资产管理业务（2010年12月—2013年8月）

注1. 左轴为证券公司持股市值，单位为亿元；右轴为定向资管业务占比，单位为%。

注2. 本图数据为月度数据。

来源：证监会数据。

（三）特点

银证合作通道业务产生于特定时期，是对传统定向资产管理业务的一种创新，其融合了银行与券商各自的优势，实现金融服务和实体经济不同的目标。其实际运作特点可以概括为以下几个方面。

第一，银证合作形式的权责分配在银行与券商之间呈现非对称性。银证合作

的基本运作模式是，银行以理财产品等形式募集资金，以委托人的身份与券商签订定向资产管理合同；券商则以定向资产管理项目的管理人身份，进行定向投资。这一模式下，券商仅提供资产管理通道，银行则负责资金筹集及投资运作。银行作为委托方在原则上承担全部信用风险，券商则几乎在无成本条件下收取佣金。随着券商更多的介入，通道业务规模扩大，银行所承担的风险也相应提高。

第二，银证合作通道业务虽然增加了证券公司的定向资产管理规模，但券商因此获得的实际收益十分有限。依据定向资管运行模式，券商仅提供通道服务，在整个交易中仅收取管理费。尽管券商通道业务成本较低，但是由于参与数量不断增多，费率竞争激烈。目前，券商实际获取的平均管理费率为0.02%~0.05%。2012年，券商资产管理业务净收入仅增长26.6%，这与接近6倍的资管增幅不相匹配。由于券商的被动作用，貌似“留下买路钱”的无本生意却与券商自主的资产管理基本原则完全相悖。这其中有机会成本，也有效率损失。

第三，作为影子银行的一种形式，银证合作业务具有与其他影子银行性质相同的特征。首先，银证合作通道业务突破传统银行信贷模式，以一种准证券化形式，使得银行利用表外操作实现信贷规模扩张，同时规避存贷比等监管约束，变相实现银行对实体经济的贷款服务；其次，银证合作通道业务虽然名义上不享有中央银行的贴现窗口支持，但在中国特殊背景下，仍然具有“隐性担保”和“刚性兑付”的特点，资金主要来源于银行的个人理财产品，而资金使用则主要是对房地产和地方融资平台的贷款；再次，从风险角度看，银证合作存在期限错配，游离于常规监管体系之外，期限较短，收益率较高，产品信息不透明，损失分担不明确等特点，而且由于券商介入，使得影子银行系统风险链条又增加了一环；最后，从积极角度看，银证合作通道业务作为规避监管的一种金融创新行为，在特定时期实现了银行对实体经济的资金支持，客观上倒逼金融改革步伐的加快，助推中国利率市场化、“银行资管业务”和“资产证券化业务”的产生。

银证合作通道类业务产生原因

银证合作通道业务发展既有制度因素，也有市场需求。其兴起从本质上是金融机构进行监管套利的结果，同时也是银行和证券公司应对市场竞争的结果。

（一）制度原因

在房地产价格飙升与地方融资平台债务高企的背景下，中国人民银行与银监

会从2010年开始更严格地控制商业银行对房地产开发商与地方融资平台的新增贷款。同时，由于经过2009年的信贷飙升，商业银行存贷比与资本充足率面临监管上限约束，人民币贷款增量在2010年下降至8.0万亿元，2011年更是下降至6.9万亿元。尽管2012年重新回升至8.2万亿元，但仍显著低于2009年的历史水平。由于贷款收紧，很多在经济刺激时上马的项目无法通过正常渠道继续获得银行贷款。

多个项目无法继续通过银行正常渠道得到贷款，一方面导致银行前期所贷资金可能无法收回，继而不良贷款率上升；另一方面，来自地方的融资需求使得银行有强烈动机通过其他渠道对实体经济提供贷款。在这种状况下，银行开始寻求通过与信托、基金和保险等其他金融机构合作，各种影子银行通道应运而生。其中，银行理财产品在短短不到两年的时间出现了突飞猛进的跨越式发展，由2010年底的4万亿元增长到2012年底的14.6万亿元。^[1]

银行理财产品的快速增长受到监管部门的密切关注。出于风险防控的考虑，自2010年，银监会加强了对银行同业业务和表外业务的监管，要求银信合作表外资产入表、票据保证金缴纳存款准备金、同业代付计入风险资产及计提拨备。受此影响，传统银信合作信贷类和票据类通道业务迅速变窄，银行亟需寻找新的替代通道。与此同时，证监会在2012年开始放宽对券商资产管理业务的各项限制。银证合作应运而生。可见，银证合作是在监管与创新的博弈中发展起来的。

（二）市场竞争需要

理财产品激烈竞争迫使银行寻求更宽泛放贷渠道。2009年信贷飙升导致银行资产大规模扩张，与此同时，商业银行仍面临75%的存贷比约束和资本充足率约束。但由于国内利率水平管制，商业银行无法通过提高存款利率来满足监管部门对存贷比和资本充足率的要求，因此，不受利率管制的理财产品应运而生。通过发行非保本型理财产品，并用理财产品资金池对外提供贷款，商业银行事实上完成部分贷款从资产负债表内向表外的转移。但随着国内货币政策的整体收紧，资金紧张程度加剧，导致理财产品竞争日趋激烈。如图2所示，各种期限理财产品年预期收益率每周数据虽然不断波动，但整体呈上升趋势。理财产品较高的利息负担需要银行开拓更为宽泛的放贷渠道，并在保持银行利润增长的同时防止不良贷款率上升。

[1] 张明：“中国式影子银行：界定、成因风险与对策”，《国际经济评论》，2013年第3期，第82-92页。

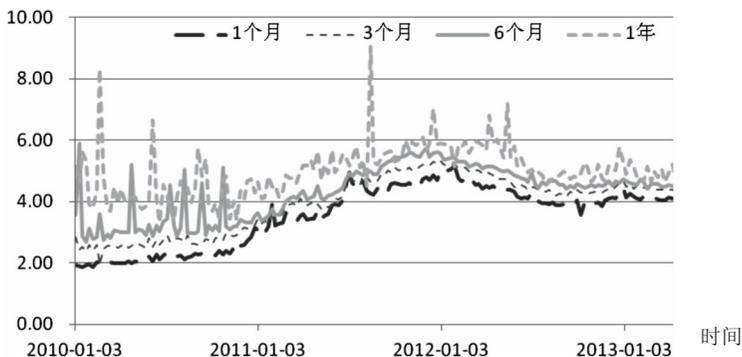


图2 各种期限理财产品预期年收益率 (%)

来源：Wind数据库。

从证券公司角度来看，低迷的资本市场使得证券公司经纪和承销业务收入下滑，迫切需要开拓新的收入来源。如图3所示，股票市场从2008年之后一直在低位徘徊，受此影响，证券公司2013年6月代理买卖证券业务收入为340.47亿元，比2011年12月减少50.6%（参见图4）。同时由于股票市场的萎靡，新股发行在2012年10月被暂缓，导致证券公司证券承销和保荐业务净收入在2013年下降了63.1%（参见图4）。受代理买卖证券业务收入与承销和保荐业务收入同时下降影响，证券公司营业收入和净利润均出现不同程度的下降。为了弥补市场低迷造成的收入下降，证券公司需要开拓新的收入来源，同时，银行作为证券公司的重要客户，也是需要努力维护的。因此也就可以理解为什么虽然收入增加有限，但券商之间仍然竞争激烈。

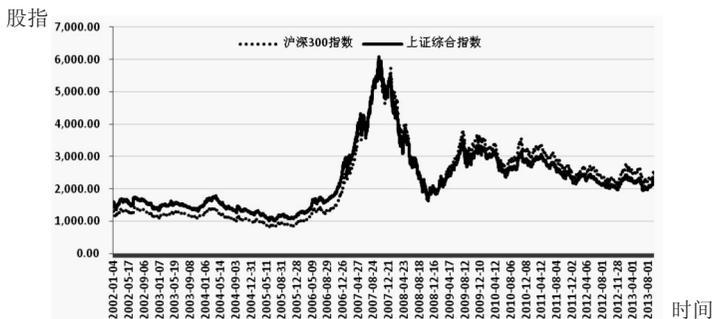


图3 股票市场指数（日数据）

来源：Wind数据库。

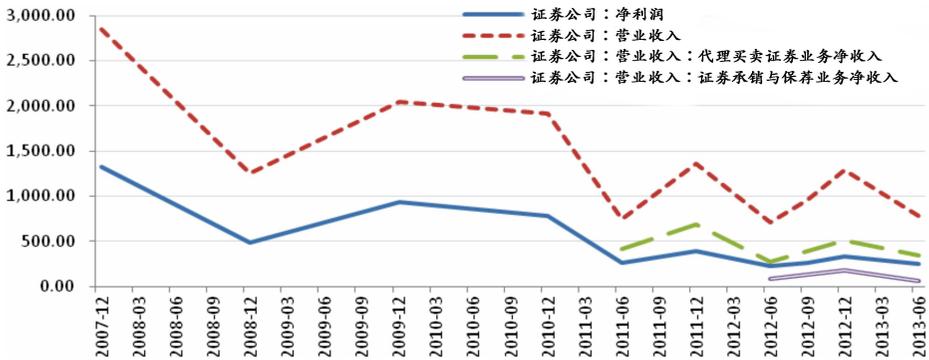


图4 证券公司盈利状况 (季度数据, 单位: 亿元)

来源: Wind数据库。

(三) 政策激励

券商介入通道业务也同时受到了政策的激励。2012年10月,证监会出台了《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》和《证券公司定向资产管理业务实施细则》,作为支持券商创新发展的重要配套措施,将审批制度改为备案制度,放宽了券商资管产品的投资范围、投资限制和产品设计要求。其中对于定向资产管理,允许投资者和证券公司自愿协商,合同约定投资范围。证监会对券商资管业务限制放宽为银证合作通道业务的发展保留了巨大空间。此外,证监会降低了各类业务的风险准备比例,放宽了净资本的计算方法,使得资管业务消耗的净资本减少,进而提升了券商资产管理的规模上限。随着券商资管新政的实施,券商资管开放式通道的价值开始被发现并被重视,银证合作成为潮流。

银证合作通道类业务的运作模式

银证合作通道类定向资管业务的基本运作模式为:银行以理财产品等形式募集资金,作为委托人与券商签订定向资产管理合同;券商作为定向资产管理计划管理人,按照银行指令将资金投向银行指定的票据资产、特定信托计划等品种。

证券公司银证合作通道类定向资管业务按照投资标的不同主要包括:票据类,特定收益权类,委托贷款类,应收账款类,银行存量金融资产类,信托产品类。其中以票据类、特定收益权类、委托贷款类和信托产品类为主。

（一）票据类定向资产管理业务

票据类定向资产管理业务是指券商接受商业银行的委托，购买其票据资产的业务。票据类定向资产管理业务又可分为已贴现票据资产和未贴现票据资产两种。具体业务运作模式参见图5。

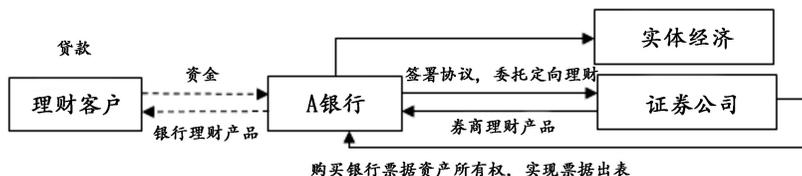


图5 票据类定向资产管理业务运作模式

资料来源：招商证券。

在该模式下，A银行通过发行理财产品募集资金（表外资金），并委托证券公司资产管理部门管理所募集资金，通过签署定向理财协议，要求证券公司资产管理部门用这笔资金购买A银行已经贴现的票据（表内资产），实现表内资产表外转移的目的。同时，A银行的存贷比降低，资本充足率提高，银行将相应增加对实体经济的贷款额度。

对于未贴现票据，其与贴现票据的不同在于定向资产管理计划受让票据转让方所转让的票据资产（收益权），并委托票据保管行（一般是该票据承兑银行的分行）审验、保管、托收该票据资产；同时，将该票据资产质押给保管银行（一般是该承兑银行的分行或支行）；转让价款由定向账户划至票据转让方。

（二）特定收益权类定向资产管理业务

特定收益权类定向资产管理业务是指证券公司接受商业银行的委托，投资于其特定项目收益权的业务。特定收益权主要指银行的票据收益权。具体业务运作模式参见图6。



图6 特定收益权类定向资产管理业务运作模式

资料来源：作者制作。

在该模式下，证券公司通过发行理财产品募集资金，购买银行持有的尚未到期的票据收益权，获利部分归投资者所有，券商获得管理费及业绩报酬。与票据类定向资产管理业务不同的是，证券公司资管产品投资的只是银行票据资产的受益权，并非买断票据资产的所有权，因此，银行无法在财务上将贴现票据资产转移出表，票据依然占据着银行的信贷额度。这种模式类似资产证券化，银行通过合作获得的更多是短期周转资金。

（三）委托贷款类定向资产管理业务

委托贷款类定向资产管理业务是指证券公司接受出资方的委托，作为定向资产管理业务的受托人进行委托贷款业务。具体业务运作模式参见图7。



图7 委托贷款类定向资产管理业务运作模式

资料来源：作者制作。

在该模式下，A银行通过发行理财产品募集资金，并委托证券公司向特定借款人发放贷款。贷款到期后，借款人向定向资产管理计划还款，证券公司将相关收益分配给委托人。实际操作中，证券公司首先需要与A银行的分行（或其他银行）签署《委托贷款合同》，并向该银行划转资金；之后委托贷款经办银行根据委托贷款合同向贷款企业进行贷款，实现向企业放贷的目的。委托贷款类定向资产管理业务能够直接连接出资方和融资方，实现对特定企业的贷款。

（四）应收账款类定向资产管理业务

应收账款类定向资产管理业务是指证券公司接受委托人的委托，投资于特定企业的应收账款及各类生息资产的收益权（持有到期，或约定企业回购）的业务。具体业务运作模式参见图8。



图8 应收账款类定向资产管理业务运作模式

资料来源：作者制作。

在这种模式下，A银行通过发行理财产品募集资金，并委托证券公司用所募

集理财资金购买特定企业的应收账款及各类生息资产的收益权。通过这种方式，银行将可以实现对因受限制不能直接贷款的企业放款的目的。

（五）银行存量金融资产类定向资产管理业务

银行存量金融资产类定向资产管理业务是指证券公司接受委托人的委托，投资于本行或跨行存量金融资产，获取理财收益，同时资产出让分行实现资产出表等资产结构调整。具体业务运作模式参见图9。



图9 银行存量金融资产类定向资产管理业务运作模式

资料来源：招商证券。

在这种模式下，A银行通过发行理财产品募集资金，并委托证券公司用所募集理财资金投资资产转出银行所转让的金融资产。目前用于投资的金融资产以银行同业存单收益权、信用证资产等同业资产为主。

（六）信托类定向资产管理业务

银证合作的方式之一是将原来的银信合作变为银证信合作，增加券商作为中间渠道：银行资金委托给证券公司，证券公司通过设立集合资产管理计划和专项资产管理计划对接信托公司的集合资金信托计划，之后贷给融资客户。具体业务运作模式参见图10。

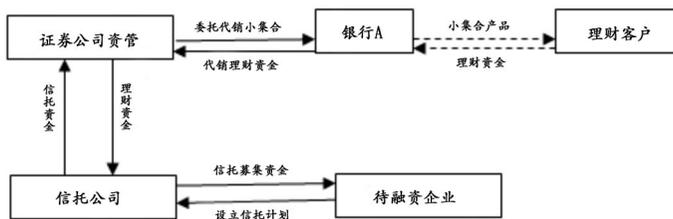


图10 信托类定向资产管理业务运作模式

资料来源：招商证券。

在此模式下，A银行接受证券公司委托代销理财产品募集资金，而证券公司的资管计划由信托公司的信托计划决定。在此过程中，证券公司由于缺乏小集合产品的主动投资权，主要发挥融资的通道作用；而银行除了帮助证券公司代销小

集合产品外，还起到提供融资客户、与信托公司一起制定信托产品的作用。此外，银行、信托公司还可以通过与券商资管合作，利用资管的通道将信托公司的融资类业务转换为投资类产品，从而避开监管对信托融资类业务余额占比不得超过30%的限制。

潜在风险和问题

银证合作通道业务风险与其他影子银行可能面临的风险一样，包括期限错配造成的信用违约风险、流动性风险，以及对央行货币政策冲击的风险。同时，银证合作的特殊性也带来相应的特定风险。

（一）信用风险

同其他影子银行一样，通过银证合作通道的贷款主要投向房地产和地方融资平台，而各层次融资平台都存在着不同程度的违约风险。未来随着中国经济潜在增长率的放缓，这些行业面临重新整合，必将造成投资收益率下降，这将无法覆盖银行理财产品的高利率水平，违约风险将有所上升。违约风险出现也会影响新募集理财产品的资金规模，在推高利率水平的同时加剧期限错配流动性风险。^[1]

银证合作通道业务的违约风险有其独特性。首先，银证合作通道业务从银行购买未贴现票据，此举给银行提供了更多表内贷款空间，未贴现票据由企业的应收账款支持，因此对于那些无法收回债款的公司，券商可能成为隐性的融资来源。其次，在通道业务模式下，贴现票据是以资产包形式出现的，券商通过定向资产管理资金购买资产包的权利，没有现实交易发生。这一模式实际上面临法律风险。根据中国《票据法》，票据的签发、取得和转让，应当遵循诚实信用的原则，具有真实的交易关系和债权债务关系。最后，券商如果将受托资金投资于信托产品，充当银行和信托公司之间的中间人，这种做法将银行与信托公司之间的融资链延长到券商。但是，证券资产管理不属于法律意义的信托业务，资产管理产品是以合同或协议方式持有的票据资产，在出现投资对象破产，或者委托银行出现破产这样的极端情况下，能否做到破产隔离存在着不确定性。这在相当程度上将发生违约时的损失分担机制复杂化。目前，无论从法律层面还是监管层面，

[1] 有关政府融资平台存在的信用风险，参见刘东民：“中国城投债：特征、风险与监管”，《国际经济评论》，2013年第3期，第112~122页；关于理财产品存在的信用风险，参见肖立晟：“人民币理财产品：概况、运作、风险与监管”，《国际经济评论》，2013年第3期，第93~102页。

对此类风险分担权责都没有明确规定。

（二）流动性风险

银证合作通道业务的资金主要通过滚动发行短期理财产品获得，而资产多为中长期贷款，一旦不能继续滚动发行理财产品，则会触发流动性风险；另一方面，理财产品中部分资金投向房地产等高风险行业，未来可能面临集中的信贷违约局面。^[1]银行理财产品收益率在2013年6月“钱荒”事件后整体有所上升，表明投资者对流动性风险已经有所警惕。

（三）政策风险

银证合作通道下的资产管理作为银行到企业之间的一个通道，银行变相放贷，突破监管边界，从银行和券商角度看，随时面临政策风险。监管政策对银证合作的主要影响渠道，一是价格监管，降低手续费、降低产品结算利率；二是限制规模，如严格限制集合资产管理产品用途等，加强监管部署；三是对于证券公司的自营业务，除了通过国债回购、同业拆借、股票质押等方式外，严格禁止通过其他途径套用银行资金违规流入股市。任何监管政策的变化都有可能对银证合作的发展产生影响。

（四）与资产管理基本原则的背离

银证合作下的通道类资管业务模式运作方式，是银行对券商发出指令，并使对票据资产的定价、评估、管理和风险控制权，券商则被动接受银行指令，不负责销售，也不负责设计产品，更没有主动投资权。由于券商完全不关心价值评估，不关心资产定价，貌似“留下买路钱”的无本生意与券商自主的资产管理基本原则完全相悖。这相应的产生机会成本，也产生效率损失。

（五）对央行货币政策的挑战

银证合作定向资产管理成为银行对实体经济的变相放贷，对中国央行以 M_2 作为货币政策的中间目标形成了挑战。即便以社会融资总额替代 M_2 ，也存在两个问题。一是社会融资总额是内生变量，缺乏作为中间目标的可靠性^[2]；二是社会融资总额无法涵盖影子银行体系的全部内容。与其他影子银行形式一样，银证合作降低了央行货币政策的有效性。

[1] 券商的这一角色与银信合作中的信托角色相似，通过该渠道产生的流动性风险与银信合作下的流动性风险相似。关于银信合作下的流动性风险，参阅陈思翀：“中国信托业：特征、风险与监管”，《国际经济评论》，2013年第3期，第103~111页。

[2] 余永定：“社会融资总量与货币政策的中间目标”，《国际金融研究》，2011年第9期，第4~8页。

发展前景和政策建议

随着券商资管规模突破2万亿元，银证合作的方向在新的监管背景以及行业发展背景下产生新的变化。尽管银证合作的通道类业务尚未构成实质性风险，但潜在风险一直存在。而且，从中国金融业改革全局出发，银证合作与其他中国式影子银行一样，是未来真正意义的资产证券化进程中的一种过渡形式。因此，监管机构应从短期和长期两方面着手，在风险调控的同时，对银证合作业务进行合理规范和引导，将其纳入金融改革的整体规划。

(一) 在短期，对银证合作通道业务在总体增加监管力度的同时，侧重其标准化和透明度管理，防范流动性和信用风险

从银行角度，2013年3月，银监会发布了《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，对商业银行理财资金投资于“非标准化债权资产”业务做出了限额管理规定。同时，监管当局提高理财产品的透明度，也明确商业银行不准为非标准化债权资产或股权性资产融资提供任何直接或间接、显性或隐性的担保等。这些措施的方向是正确的。然而是否能有效防范流动性和信用风险还有待观察。

从证券机构角度，2013年3月，证监会发布了《关于加强证券公司资产管理业务监管的通知》，要求证券公司与其他机构合作开展的资产管理业务注意风险管理、明确权利和义务。尽管证监会没有明文禁止通道业务，但这有助于抑制通道业务的进一步扩张。特别是对本来在通道业务模式中缺乏主动性的券商来说是一种引导。事实上，激烈的同质化竞争使得现阶段银证合作的“纯通道”类业务的费率降至万分之五的微利甚至无利润水平。从监管者角度讲，以规制引导证券机构实现盈利模式的改变，由银行调整资产负债结构的“通道”转变为主动性的、专业的资产管理者，这符合中国金融改革和资产证券化的趋势。

此外，刚性兑付是各种通道业务风险产生的主要原因。针对银证合作通道业务可能暴露出来的风险，应该厘清各参与方的权责关系，明确金融机构应承担的法律责任边界，打破刚性兑付的传统格局，允许风险小范围爆发。

(二) 发展银行资管业务，优化银行理财模式

2013年9月26日，经银监会业务创新监管协作部批准，有包括3家国有大型股份制商业银行、7家全国股份制商业银行以及1家城市商业银行在内的11家银

行，于10月份同时开展“债权直接融资工具”和银行资产管理计划两项试点工作。首批试点交易额度为每家5亿~10亿元。银行资管计划的开启，不但将改变原有银行理财模式，也将对信托、券商、基金子公司等非银行金融机构的业务尤其通道业务造成重创。如果未来完全放开，通道业务或许将面临消亡。

（三）从中长期看，探索金融监管制度性改革

一方面，分业监管容易造成监管真空，刺激规避监管行为的产生。因此，应该通过加快金融大部制建设来改变目前的分业监管格局、完善监管体系。这一方面有助于解决由分业监管造成的市场割裂与监管标准不统一的问题，降低监管真空与制度套利的空间；另一方面能够避免由于多种监管政策叠加给银行造成过高的合规成本。

另一方面，分业经营阻碍市场进一步融合和深化。中国银行业、股票市场和债券市场的分化与中国金融发展历史有关，但在分业监管格局下进一步有所强化。监管部门应努力改变市场分割的格局，通过推动市场整合来提高整体流动性。未来，资产证券化将打破银行和资本市场之间资金流动的屏障，激活社会存量资金，推动中国混业经营。

（四）大力发展资产证券化

随着利率市场化改革的不断深入，银行理财产品将面临来自传统存款业务和其他投资品的竞争。同时，监管环境不断收紧，特别是银行资产管理业务的开通，银证合作通道业务的市场份额必将萎缩。但这并不意味着银证合作的终结。特别是随着资产证券化的发展，这将为中国银行与证券市场之间的中间业务和融资业务带来巨大的发展空间。从银证合作的完整定义出发，银证全方面业务合作范围包括：第三方存管业务、资产证券化业务、债券回购业务、融资业务、理财业务以及其他创新型业务。这其中，资产证券化业务应该是未来中国银证合作的主要形态。^[1]

发展资产证券化，首先需要政策推动。2005年，银监会颁布《信贷资产证券化试点管理办法》，标志着中国资产证券化的起步。然而此后的证券化进程一波三折。特别是2009—2011年期间，受美国次贷危机影响，中国的资产证券化步伐一度停止。直到2012年5月，央行才决定重启资产证券化。2013年8月，国务院总理李克强召开国务院常务会议，决定进一步扩大信贷资产证券化试点。据相

[1] 张明、邹晓梅、高蓓：“中国的资产证券化实践：发展现状与前景展望”，《上海金融》，2013年第11期，第31~36页。

关媒体报道，中国的信贷资产证券化额度可能从当前的500亿元扩大至3000亿元人民币。^[1]

推动资产证券化，其次需要市场动力。资产证券化作为一种重要的金融创新，其市场潜力来源于几个方面。一是能够使得金融机构将流动性较差的信贷资产剥离出资产负债表，增加资产流动性，扩大信贷供给能力；二是有助于金融机构分散投资风险，降低融资成本；三是为投资者提供多样化的投资工具，满足投资者不同的风险偏好；四是投资银行和保险公司等非银行金融机构提供新的收入增长点。

结 语

金融体系改革是中国未来几年间推行一系列市场化改革的重要举措。在各项市场化改革措施中，针对包括银证合作在内的各种影子银行业务，如何在避免系统性风险的同时，引导其向资产证券化过渡，是中国金融改革的诸多难点之一。

具体来看，银证合作通道业务作为规避监管的一种金融创新行为，在特定时期实现了银行对实体经济的资金支持，客观上倒逼金融改革步伐的加快，助推中国利率市场化、银行资管业务和资产证券化进程。然而，与其他影子银行相似，银证合作存在期限错配、游离于常规监管体系之外、产品信息不透明和损失分担不明确等特点。而且由于券商介入，使得影子银行系统风险链条又增加了一环。

从中国金融业改革全局出发，银证合作与其他中国式影子银行一样，是未来真正意义的资产证券化进程中的一种过渡形式。为了化解这一过渡期的风险，我们建议，短期内，监管机构在总体增加监管力度的同时，侧重其标准化和透明度管理，防范流动性和信用风险；同时在银行经营模式中鼓励发展银行资产管理业务，优化银行理财模式；在中长期，中国应探索金融监管制度性改革，比如重新思考分业监管模式，减少市场分割。

从长期战略看，真正意义的资产证券化是未来中国银证合作的主要形态。随着利率市场化改革的不断深入，特别是银行资产管理业务的开通，现有的银证合作通道业务的市场份额必将萎缩。但通道业务萎缩并不意味着银证合作终结。在银证合作各种形态中，资产证券化将为银行与证券市场之间的中间业务和融资业务带来巨大的发展空间。■

[1] “新一轮信贷资产证券化额度3000亿亟待‘转正’”，《第一财经日报》，2013年10月21日。